

KOMENTARZ TYGODNIOWY

4 listopada 2024

Wybory w USA kluczowe dla sytuacji rynkowej, w tle oczekiwana obniżka stóp Fed i stabilizacja stóp NBP.

- W minionym tygodniu nastroje rynkowe dalej pogarszały się na co w dalszym ciągu wpływała niepewność polityczna w USA. Opublikowane dane makroekonomiczne raczej uspokajają, gdyż nie wskazują na istotny wzrost ryzyka sytuacji gospodarczej, co poskutkowało dalszym lekkim zmniejszeniem skali oczekiwanych redukcji stóp Fed i EBC.
- Kluczowe dane z minionego tygodnia tj. październikowe dane dot. zatrudnienia w USA, tak jak wskazaliśmy przed tygodniem, są trudne do interpretacji. Październikowy wzrost zatrudnienia był minimalny (+ 12 tys.) i wyraźnie słabszy wobec prognoz rynkowych (100 tys.), ale na te dane istotnie wpłynęły październikowe strajki oraz występujące w części USA huragany. Z jednej strony, istotnie w dół skorygowano dane za wcześniejsze 2 miesiące (o ponad 100 tys.), z drugiej strony, wcześniejsze wzrosty były naprawdę solidne, stąd korekta raczej potwierdza osłabienie koniunktury na rynku pracy niż silne spowolnienie. Na taki obraz wskazuje także stabilizacja stopy bezrobocia (4,1%) oraz dynamiki wynagrodzeń (4,0% r/r) oraz stopniowo słabnące dane dot. liczby wakatów we wrześniu (ankieta JOLTS).
- Pozostałe dane z USA (solidny wzrost PKB na poziomie 2,8% kw/kw SAAR w III kw.), wrześniowy wzrost wydatków konsumentów o 0,5% m/m wskazują na wciąż mocne wyniki gospodarki USA wspierane wysokimi wydatkami konsumentów. Jedyną negatywną informacją jest dalsze pogorszenie aktywności w sektorze przemysłowym (spadek indeksu ISM do 46,5 pkt.) bardziej spójne z globalnym efektem dekonunktury w przemyśle. Stabilizacja bazowego indeksu inflacji PCE nie zmienia natomiast dotychczasowego scenariusza oczekiwanego stopniowego jej spadku w kolejnych miesiącach, co łącznie z potwierdzającymi się sygnałami mniejszego optymizmu na rynku pracy przemawia za dalszymi redukcjami stóp Fed. Jednocześnie jednak dotychczas publikowane dane wskazują na zdecydowanie wyższe prawdopodobieństwo mniejszych obniżek tj. o 25 pkt. baz.
- Za wolniejszymi obniżkami stóp EBC przemawia także całokształt publikowanych danych ze strefy euro. Z jednej strony dynamika PKB w III kw. wzrosła silniej od oczekiwań (0,4% kw/kw SA), z drugiej strony na te wyniki wpłynęły zmienne wyniki aktywności w Irlandii i mocniejszy wzrost w Niemczech (+0,2% kw/kw), któremu jednak towarzyszyła spora korekta w dół dynamiki PKB za II kw. (do -0,3% kw/kw). Pozytywnym sygnałem jest niższy wrześniowy odczyt stopy bezrobocia w strefie euro oraz silniejszy wzrost sprzedaży detalicznej w Niemczech. Podobnie jak w USA, choć bazowy wskaźnik inflacji HICP przekroczył lekko prognozę (2,7% r/r), to wciąż te wyniki są spójne z silniejszym jej spadkiem w kolejnych miesiącach i trwałym spadkiem inflacji do celu EBC w trakcie 2025 r. Biorąc pod uwagę powyższe podtrzymujemy prognozę dalszych, stopniowych obniżek stóp EBC, w tym o 25 pkt. baz. w grudniu.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista

+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista

+48 515 111 698
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

- Całokształt publikacji danych z gospodarki globalnej dopełniły z kolei nieco lepsze od prognoz wskaźniki koniunktury PMI w przemyśle Chin, które obok dotychczas ogłoszonych działań polityki gospodarczej, dają więcej przesłanek dla prognoz lekkiej poprawy sytuacji gospodarczej.
- Pomimo raczej uspokajających danych makroekonomicznych, notowania akcji w minionym tygodniu obniżyły się, w większości regionów o ponad 1,0%, na co z kolei w decydującym stopniu wpływała utrzymująca się niepewność dot. wyniku wyborów w USA. Przy ograniczonych zmianach dot. prognoz polityki pieniężnej Fed to sytuacja polityczna wpłynęła na dalszy, solidny wzrost rentowności obligacji skarbowych (o 14 pkt. dla 10-latek). Wyższe rentowności w USA i ograniczenie oczekiwanej skali obniżek stóp przez Fed wpłynęły także na mocniejszy niż w tygodniach minionych wzrost rentowności niemieckich papierów (11 pkt. baz. dla 10-latek) oraz silniejsze wzmocnienie euro (0,6% w relacji do koszyka walut). W rezultacie kurs euro wobec dolara wzrósł w kierunku 1,09 USD/EUR na koniec tygodnia.
- Czynniki globalne są wciąż kluczowe dla krajowego rynku finansowego, gdzie indeks WIG obniżył się w minionym tygodniu o 1,5%. Rentowności obligacji skarbowych wzrosły od 11 pkt. baz. (papiery 2-letnie, których rentowność przekroczyła 5,0%) do 18 pkt. baz. dla 10-latek, których rentowność z kolei zbliżyła się do 6,0%. Kolejny tydzień z rzędu wyraźnie (o ok. 20 pkt. baz.) wzrosły stawki IRS i dłuższe stawki FRA. Biorąc pod uwagę te zmiany, wydaje się, że sama informacja o nowelizacji budżetu na 2024 r. (i wzrost deficytu do 240 mld zł) miała ograniczony wpływ na krajowe aktywa, gdyż nie zmienia istotnie średnioterminowych prognoz całego deficytu SFP. Kurs złotego nieznacznie wzmocnił się w relacji do koszyka walut (0,2%), przy stabilizacji kursu wobec do euro w okolicach 4,35 PLN/EUR.
- Na krajowe aktywa nie wpłynęła publikacja szacunku *flash październikowej inflacji CPI*, który na poziomie 5,0% r/r ukształtował się blisko poziomu wrześniowego oraz oczekiwań. Dane wstępne wskazują także na zgodny z oczekiwaniami lekki spadek inflacji bazowej do 4,1% r/r.
- Opublikowane dane nie wpłynęły także na decyzję RPP w tygodniu bieżącym, podczas którego powszechnie oczekuje się stabilizacji stóp procentowych. Zapewne także same tendencje inflacyjne, jako zgodne z prognozami, nie będą kluczowe dla przekazu prezesa Głapińskiego co do dalszych działań RPP. W tym kontekście bardziej interesujący wydaje się wpływ słabych wrześniowych danych dot. sprzedaży detalicznej i ryzyko okresowego spowolnienia dynamiki PKB w III kw. poniżej 2,5% r/r na stanowisko większości Rady, a także wyniki najnowszej projekcji NBP.
- Z punktu widzenia rynkowego wciąż to wyniki posiedzenia FOMC i przekazu prezesa Powella wydają się ważniejsze także dla rynku krajowego. Zakładając jednak lekką podwyżkę stóp i wyważony komentarz po decyzji trudno wskazywać na konkretny kierunek dla rynków, szczególnie że to sytuacja polityczna w USA będzie tą, która zdominuje nastroje.
- We wtorek 5 listopada zakończy się głosowanie w wyborach prezydenckich i do Kongresu USA. Choć wyniki wyborów mogą zostać wstępnie ogłoszone już w wieczór wyborczy (6 listopada nad ranem czasu polskiego), to przy bardzo wyrównanych szansach obojga kandydatów: Kamali Harris i Donalda Trumpa,

wyniki wyborów po ostatecznym przeliczeniu głosów w poszczególnych stanach mogą pojawić się dopiero w drugiej części tygodnia. Ponadto, gdyby skala uzasadnionych skarg wyborczych okazała się istotna, mogłoby to opóźnić ostateczne rozstrzygnięcie wyborów nawet o kilka tygodni.

- Biorąc pod uwagę powyższe tym trudniej formułować prognozy rynkowe na najbliższe dni i tygodnie. Generalnie, wygrana Kamali Harris byłaby interpretowana jako kontynuacja dotychczasowej polityki gospodarczej i skutkowałaby zapewne szybszym powrotem cen aktywów (szczególnie na rynku stopy procentowej) do poziomów sprzed kilku tygodni. Wygrana Donalda Trumpa wiązałaby się natomiast z wyższą niepewnością co do ostatecznego kształtu polityki gospodarczej (w tym fiskalnej i handlowej), co implikowałoby zapewne dłuższy okres bardzo wysokiej zmienności, szczególnie że formalnie prezydent elekt obejmuje urząd dopiero 20 stycznia 2025 r. Dodatkowo ocena wyniku wyborów prezydenckich będzie zależna od wyniku wyborów do Kongresu USA, które mogą albo wzmocnić, albo osłabić politykę nowego prezydenta, w zależności czy popierająca opcja polityczna (tj. albo Republikanie albo Demokraci) uzyskają większość w obu izbach Kongresu, czy też tak jak obecnie większość w każdej z izb przypadanie innej partii.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (5–6 listopada)

Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie **5,75%**. Sama decyzja RPP nie jest obarczana niepewnością – prezes NBP i członkowie RPP wskazywali dotychczas, że dyskusja nt. zmian stóp procentowych rozpocznie się najwcześniej w I kw. przyszłego roku. Także treść komunikatu Rady po posiedzeniu zapewne nie zmieni się w jego istotnych częściach dot. perspektywy polityki pieniężnej, z podtrzymaniem zależności przyszłych decyzji RPP od napływających informacji z otoczenia gospodarczego. Natomiast większym wyzwaniem jest sformułowanie oczekiwanego przestania prezesa NBP podczas czwartkowej konferencji prasowej. Po pierwsze, prezes NBP w przeszłości potrafił istotnie zmienić przekaz z posiedzenia na posiedzenie pomimo braku istotnych zmian w otoczeniu gospodarczym. Po drugie, dlatego, że prezes NBP już złagodził przekaz na posiedzeniach we wrześniu i październiku na bazie obaw przed spowolnieniem aktywności, a opublikowane ostatnio dane za wrzesień (w szczególności sprzedaż detaliczna) zaskoczyły negatywnie wskazując na prawdopodobne osłabienie tempa wzrostu PKB w III kw., ale z drugiej strony wskaźnik CPI wzrósł w październiku do psychologicznego poziomu 5%, wzrosła też inflacja bazowa powyżej 4%. Po trzecie, RPP zapozna się z najnowszą projekcją NBP, która zapewne wskaże na wyższą inflację bazową na przełomie 2024 i 2025 (wobec lipcowej projekcji), ale też na niższy wskaźnik CPI w I poł. 2025 r. (poniżej 6%) wobec projekcji z lipca oraz wskaże na niższe tempo wzrostu PKB na przełomie 2024 i 2025 wobec lipcowej projekcji.

Dylemat, który z czynników zostanie mocniej wyeksponowany (osłabienie aktywności vs. podwyższona inflacja, w szczególności bazowa) jest źródłem niepewności w odniesieniu do oczekiwań dot. przestania prezesa NBP. Ważąc całokształt powyższych czynników **oczekujemy, że prezes NBP podtrzyma dotychczasowy przekaz o gotowości Rady do poluzowania polityki monetarnej, kiedy perspektywa spadku inflacji w średniej perspektywie będzie klarowna** i jednocześnie nie wskaże konkretnych dat najbliższej obniżki stóp, podtrzymując, że ma nadzieję na rozpoczęcie dyskusji na ten temat na początku przyszłego roku. I tym samym pozostawi pole do interpretacji co do najbardziej prawdopodobnego momentu najbliższej obniżki stóp NBP.

• Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (6 listopada)

Oczekujemy, że komitet FOMC obniży stopy procentowe o 25 pkt. baz. w tym stopę funduszy federalnych do poziomu **4,50% – 4,75%**.

Biorąc pod uwagę słabsze październikowe dane z rynku pracy oraz dalszy lekki spadek wskaźników inflacji bazowej oczekujemy kontynuacji luzowania polityki pieniężnej przez Fed. Z drugiej strony, wciąż ograniczona skala pogorszenia koniunktury na rynku pracy (zakładając dominujący wpływ na dane październikowe zdarzeń jednorazowych), solidna aktywność gospodarcza, w tym głównie konsumpcji prywatnej oraz wolniejsze niż w połowie roku tempo

dezinflacji sądzimy, że tym razem FOMC zdecyduje się na mniejszą skalę obniżki niż we wrześniu.

Spora zmienność publikowanych w ostatnich miesiącach danych makroekonomicznych jak również wysoka zmienność oczekiwań dot. polityki pieniężnej FOMC w trakcie 2024 r. przemawiają w naszej ocenie za ostrożną retoryką Fed. Z tego względu zakładamy, że w komunikacie oraz podczas konferencji prasowej nie padną bardziej jednoznaczne wskazówki dot. kolejnych ruchów komitetu. Oczekujemy raczej mocniejszego podkreślenia zależności od napływających danych oraz sytuacji rynkowej.

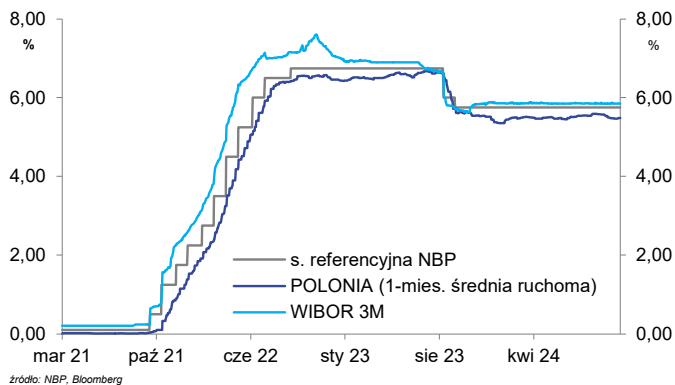
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 5 listopada				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi		paź	50,3 pkt.	50,5 pkt.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi		paź	54,9 pkt.	53,4 pkt.	-
-	US	Wybory prezydenckie i do Kongresu USA		-	-	-	-
środa 6 listopada				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
-	PL	Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych		lis	5,75% (ref)	5,75% (ref)	5,75% (ref)
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle		wrz	-5,8% m/m	1,6% m/m	-
16:00	PL	Komunikat po posiedzeniu RPP		lis	-	-	-
czwartek 7 listopada				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Eksport		paź	2,4% r/r	6,0% r/r	-
03:00	CHN	Import		paź	0,3% r/r	0,9% r/r	-
08:00	DE	Produkcja przemysłowa		wrz	2,9% m/m	-1,1% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna		wrz	0,8% m/m	0,4% m/m	-
13:00	US	Decyzja Banku Anglii dot. stóp procentowych		lis	5,00%	4,75%	-
14:30	CZ	Decyzja Czeskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych		lis	4,25%	4,00%	-
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP		lis	-	-	-
20:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych		lis	4,75% - 5,00%	4,50% - 4,75%	4,50% - 4,75%
20:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC		lis	-	-	-
piątek 8 listopada				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Protokół z posiedzenia RPP		paź	-	-	-
sobota 9 listopada				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Inflacja CPI		paź	0,4% r/r	0,3% r/r	-

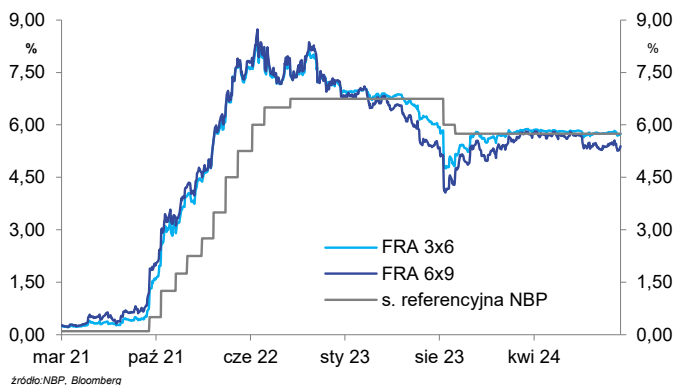
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

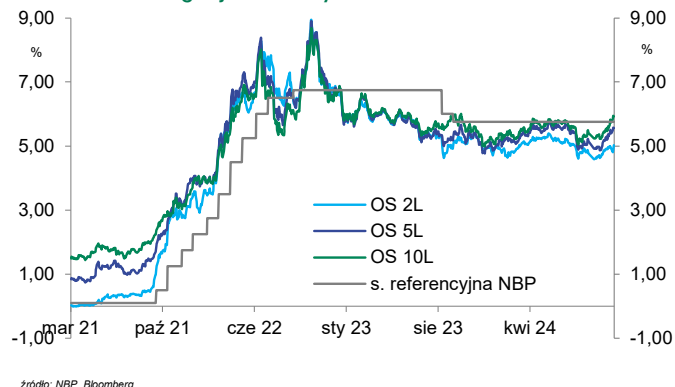
Krajowe stopy procentowe



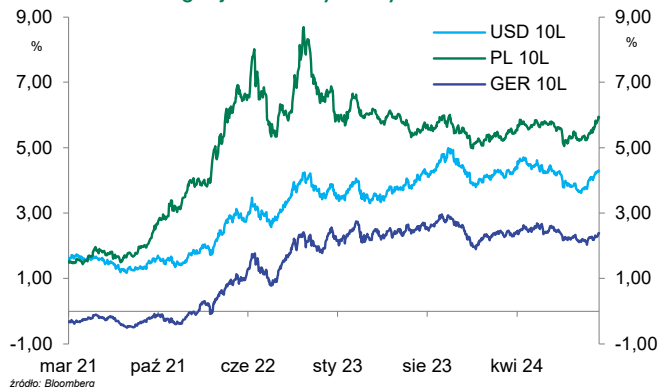
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



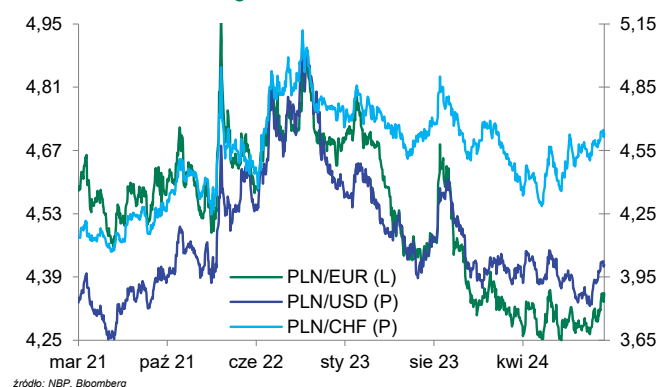
Rentowności obligacji skarbowych – Polska



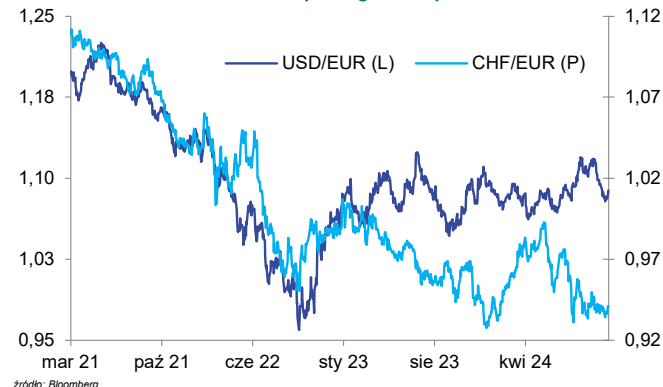
Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



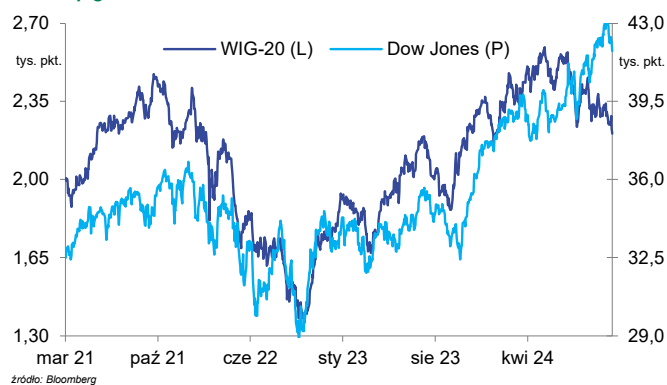
Notowania kursu złotego



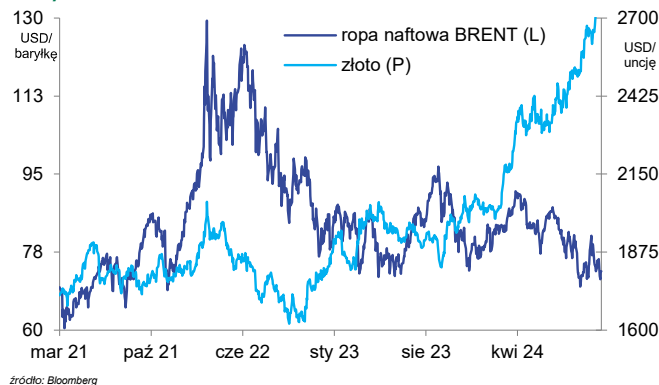
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

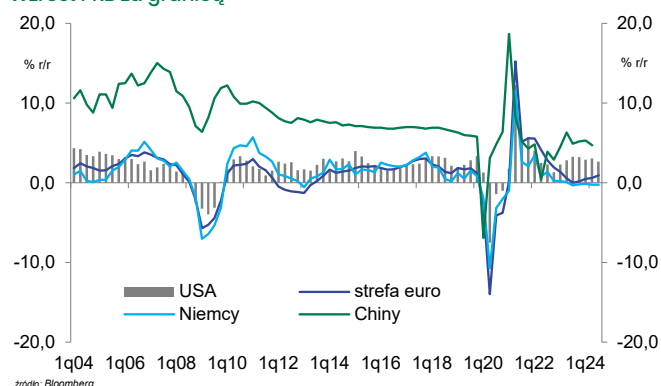


Ceny surowców

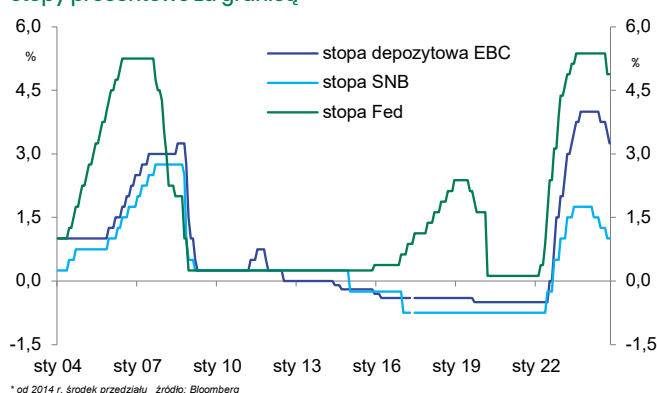


Sfera realna

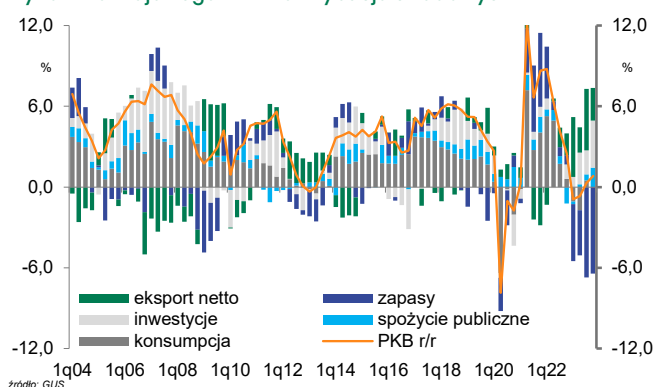
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



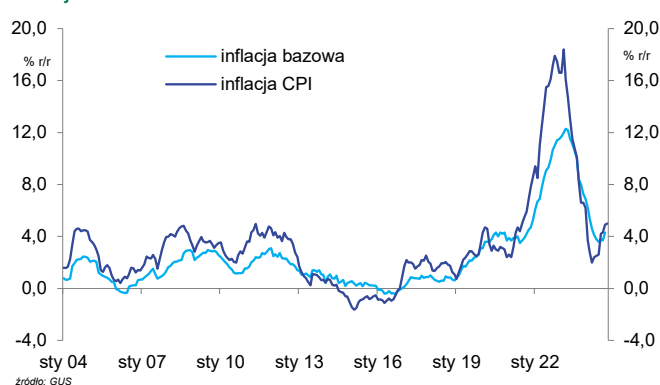
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



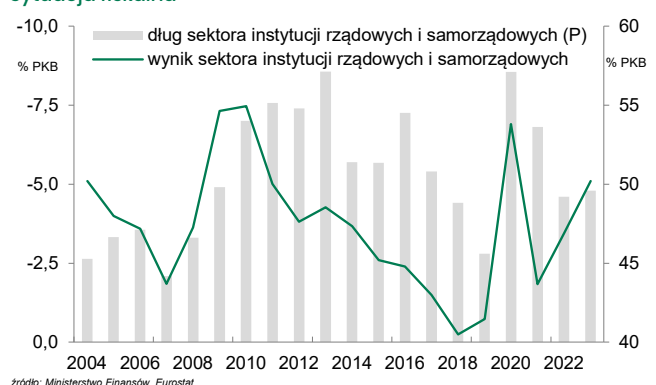
Rynek pracy



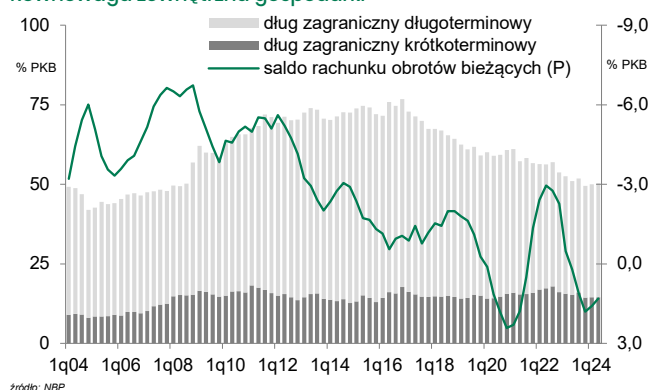
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.09.2024	24.10.2024	31.10.2024	30.11.2024	31.12.2024	31.03.2025
Stopa lombardowa NBP	%	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
Stopa referencyjna NBP	%	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Stopa depozytowa NBP	%	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85
FRA 3x6	%	5,77	5,70	5,75	-	-	-
FRA 6x9	%	5,38	5,27	5,39	-	-	-
FRA 9x12	%	4,69	4,79	5,09	-	-	-
IRS 2L	%	4,89	5,11	5,29	-	-	-
IRS 5L	%	4,38	4,90	5,07	-	-	-
IRS 10L	%	4,49	5,09	5,24	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,67	4,92	5,02	4,85	4,80	4,75
Obligacje skarbowe 5L	%	4,87	5,41	5,56	5,30	5,20	4,90
Obligacje skarbowe 10L	%	5,23	5,74	5,93	5,60	5,45	5,15
PLN/EUR	PLN	4,28	4,34	4,35	4,35	4,35	4,40
PLN/USD	PLN	3,82	4,02	4,01	4,01	4,01	4,06
PLN/CHF	PLN	4,53	4,64	4,63	4,63	4,60	4,61
USD/EUR	USD	1,11	1,08	1,09	1,09	1,09	1,09
Stopa Fed	%	5,00	5,00	5,00	4,75	4,50	4,25
Stopa depozytowa EBC	%	3,50	3,25	3,25	3,25	3,00	2,75
Stopa SNB	%	1,00	1,00	1,00	1,00	0,75	0,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,78	4,21	4,28	4,00	3,85	3,55
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,12	2,26	2,39	2,15	2,10	2,00

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiejkolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.